

Piotr Horosz

Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych instrumentów finansowych – ewolucja i perspektywy

Streszczenie

W artykule skoncentrowano się głównie na problematyce historycznoprawnej, przedstawiając przebieg procesu, który od materialnych akcji i obligacji, poprzez tzw. odcinki zbiorowe, będące materialnym wyrazem istnienia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu w latach 90. ubiegłego wieku, doprowadził do w pełni zdematerializowanych papierów wartościowych, będących przedmiotem obrotu na współczesnym rynku regulowanym. Podjęto ponadto próbę wskazania tendencji, które doprowadzić mogą do pełnej dematerializacji wszystkich rodzajów papierów wartościowych, rezygnacji z pojęcia papieru wartościowego na rzecz pojęcia instrumentu finansowego, a także prowadzenia obrotu takimi zdematerializowanymi instrumentami finansowymi pomiędzy zainteresowanymi stronami za pośrednictwem portali internetowych, z pominięciem giełd i domów maklerskich.

Słowa kluczowe: papiery wartościowe, instrumenty finansowe, rynek finansowy, dematerializacja papierów wartościowych.

Klasyfikacja JEL: K22.

1. Wprowadzenie

W drugiej połowie XX w. postęp technologiczny, zwłaszcza w dziedzinie informatyki, umożliwił przełamanie tradycyjnego schematu polegającego na emisji papierów wartościowych w formie materialnie istniejących dokumentów oraz na materialnym obrocie tymi papierami. Dzięki rozwojowi technik informatycznych możliwa stała się postępująca od lat 50. XX w. komputeryzacja giełd (por. Dziuba 2004, s. 54) oraz emisja papierów wartościowych zdematerializowanych (Romanowski 2010, s. 5), nieposiadających formy materialnie istniejącego dokumentu, lecz będących w istocie elektronicznym zapisem w pamięci komputera na rachunku inwestycyjnym prowadzonym przez bank, biuro maklerskie, ewentualnie inną instytucję uprawnioną do tego przepisami prawa¹.

Ponieważ obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi nie może opierać się na przeniesieniu na nabywcę materialnie istniejącego dokumentu, również musiał stać się obrotem elektronicznym („zdematerializowanym”) polegającym wyłącznie na odpowiedniej zmianie zapisów komputerowych na rachunkach papierów wartościowych zbywcy i nabywcy. Podkreślić przy tym należy, że taki zdematerializowany obrót jest w istocie bezpieczniejszy niż obrót tradycyjny, generując przy tym – wobec braku konieczności przechowywania, przenoszenia i zabezpieczenia materialnych dokumentów papierów wartościowych – znacznie mniejsze koszty, choć zarazem trzeba zauważyć, że dematerializacja papierów wartościowych może pociągać za sobą nowe problemy, głównie w zakresie odpowiedniego zabezpieczenia danych uczestników transakcji i nadmiernego wzrostu znaczenia kapitału spekulacyjnego dokonującego transakcji na bardzo rozbudowanych rynkach finansowych, które w rezultacie często nie odzwierciedlają realnej kondycji gospodarki danego państwa. Przejście z obrotu fizycznie istniejącymi papierami wartościowymi na obrót elektroniczny jest szczególnie korzystne w przypadku masowego obrotu dokonywanego na zorganizowanych rynkach papierów wartościowych (zwłaszcza giełdach papierów wartościowych), umożliwiając jego intensyfikację i przyspieszenie, a zarazem zmniejszając znacząco koszty transakcyjne.

Równocześnie nie sposób nie zauważyć, że na rynkach finansowych państw wysoko rozwiniętych dominującej roli nie odgrywają już typowe papiery wartościowe, jak akcje czy obligacje, lecz takie instrumenty finansowe, jak opcje, warianty, derywaty czy swapy oraz inne innowacyjne instrumenty rynku finansowego

¹ Warto zaznaczyć, że ten sam rozwój technologiczny umożliwił dematerializację transakcji pieniężnych. Szczegółowe omawianie tej kwestii zdecydowanie wykraczałoby jednak poza ramy niniejszego artykułu. Szerzej o problematyce rynku pieniężnego i dematerializacji operacji pieniężnych – zob. m.in. (Dmowski i Prokopowicz 2010, s. 54 i nast.; Płókarz 2013, s. 72 i nast.; Przychocka 2010, s. 141 i nast.).

(por. Raffield i Kaira 2016, s. 29 i nast.). W doktrynie z reguły nie uznaje się ich za papiery wartościowe, choć w konkretnych przypadkach ich cena może zależeć od ceny danych papierów wartościowych. Wymienione powyżej instrumenty finansowe co do zasady również nie posiadają formy materialnego dokumentu – istnieją jedynie w postaci elektronicznej. Ich rosnąca rola na współczesnych rynkach finansowych wpływa na terminologię stosowaną przez ustawodawcę. Zamiast pojęcia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, używanego w Ustawie z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (dalej: POPW) w obecnie obowiązującej Ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: UOF) posłużono się właśnie pojęciem instrumentów finansowych, wymieniając papiery wartościowe jedynie jako jeden z ich rodzajów.

Pomimo formalnej odrębności papierów wartościowych uzasadnione jest zatem stwierdzenie, że w istocie dochodzi obecnie do pewnego rozmywania się zakresu tego pojęcia, a podział na zdematerializowane papiery wartościowe i instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi w praktyce obrotu ma coraz mniejsze znaczenie. Co więcej, samo pojęcie papierów wartościowych coraz częściej zastępowane jest pojęciem instrumentów finansowych (*Rynki, instrumenty...* 2008, s. 18), co może w przyszłości doprowadzić do zarzucenia pojęcia papieru wartościowego na rzecz szerszego pojęcia instrumentów finansowych, istniejących wyłącznie w postaci elektronicznej.

W artykule skoncentrowano się głównie na problematyce historycznoprawnej, przedstawiając przebieg procesu, który od materialnych akcji i obligacji, będących przedmiotem obrotu na polskich giełdach okresu dwudziestolecia międzywojennego, poprzez tzw. odcinki zbiorowe, będące materialnym wyrazem istnienia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu w latach 90. XX w. (przy jednoczesnej pełnej dematerializacji samego publicznego obrotu), doprowadził do będących przedmiotem obrotu na współczesnym rynku regulowanym w pełni zdematerializowanych papierów wartościowych jako jednego z rodzajów instrumentów finansowych. Opierając się na przebiegu tego procesu, prowadzącego od klasycznego materialnego papieru wartościowego do zdematerializowanego instrumentu finansowego, w artykule podjęto próbę wskazania kierunków dalszych zmian, które doprowadzić mogą, po pierwsze, do pełnej dematerializacji wszystkich rodzajów papierów wartościowych, po wtóre – do rezygnacji z pojęcia papieru wartościowego na rzecz szerszego pojęcia instrumentu finansowego, i wreszcie – do prowadzenia obrotu takimi zdematerializowanymi instrumentami finansowymi pomiędzy zainteresowanymi stronami wyłącznie za pośrednictwem portali internetowych, z pominięciem giełd i domów maklerskich.

2. Papiery wartościowe w postaci elektronicznej a „klasyczne” papiery wartościowe

Większość ustawodawstw europejskich nie formułuje legalnych definicji papieru wartościowego, takiej definicji brakuje także w prawie polskim. Nie zawiera jej mająca kluczowe znaczenie dla zdematerializowanego obrotu UOF, której przepis art. 3 pkt 1 jedynie odwołuje się do pojęcia papieru wartościowego. Również inne akty normatywne prawa polskiego nie zawierają uniwersalnej definicji papieru wartościowego, której sformułowanie polski ustawodawca pozostawia nauce prawa.

Większość przedstawicieli doktryny przyjmuje, że papier wartościowy jest szczególnym dokumentem, stwierdzającym istnienie określonego prawa majątkowego (najczęściej wierzytelności) w taki sposób, że posiadanie tego dokumentu staje się niezbędną przesłanką realizacji owego prawa (Mojak 1995, s. 13; por. także Zoll 2016, s. 80 i nast.).

W takim klasycznym ujęciu papiery wartościowe są zatem dokumentami pozostającymi w szczególnej relacji do praw majątkowych, których dotyczą (Grzybowski 1976, s. 986). Wzmacniają one ochronę uprawnionego, gdyż do realizacji jego uprawnienia konieczna jest prezentacja papieru wartościowego, którym uprawniony dysponuje. Papiery wartościowe służą także ochronie interesów strony obciążonej, ponieważ świadczenie jest realizowane jedynie na rzecz osoby określonej w papierze wartościowym przy jednoczesnym przedstawieniu dokumentu inkorporującego uprawnienie (Czachórski 1995, s. 418; Romanowski 2010, s. 10).

Papiery wartościowe pozwoliły zatem niejako „zmaterializować” dobra niematerialne. Dzięki temu możliwe stało się przeniesienie inkorporowanych w danym papierze wartościowym praw majątkowych poprzez prosty akt wydania nabywcy materialnie istniejącego dokumentu, co zdecydowanie ułatwiło i przyspieszyło obrót tymi prawami (por. Kudła 2009, s. 14). Z natury rzeczy obrót klasycznymi papierami wartościowymi, posiadającymi formę materialną, ma również charakter materialny, opierając się na fizycznym wydaniu papierów wartościowych nabywcy (Romanowski 2010, s. 102). Przełamanie tej formuły umożliwił dopiero rozwój nowych technologii pozwalających na jednoznaczne zidentyfikowanie uprawnionego na podstawie danych papierów wartościowych także w przypadku, gdy obrót nimi jest zdematerializowany, a sam papier wartościowy nie ma postaci materialnej, lecz funkcjonuje wyłącznie w formie elektronicznej.

W przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych dokument inkorporujący prawa został zastąpiony formą elektroniczną – komputerowym zapisem na rachunku papierów wartościowych (Romanowski 2010, s. 111). Dematerializacja papierów wartościowych oznacza również dematerializację obrotu

takimi papierami. Skoro zdematerializowany papier wartościowy istnieje jedynie jako zapis w urządzeniach komputerowych, to również przeniesienie inkorporowanych w nim praw na inną osobę znajduje swoje odzwierciedlenie tylko w formie elektronicznej, poprzez dokonanie odpowiedniego zapisu na tych urządzeniach (Dubowski 1994, s. 44; Buchacz 1994, s. 27).

Zalety papierów wartościowych w postaci elektronicznej i związanej z brakiem ich materialnej postaci dematerializacji obrotu spowodowały, że w niektórych obszarach wyparły one całkowicie papiery wartościowe istniejące w tradycyjnej formie materialnego dokumentu. Tak stało się w przypadku papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu giełdowego. Na jedynej obecnie polskiej giełdzie papierów wartościowych, Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA (dalej: GPW), przedmiotem obrotu mogą być wyłącznie zdematerializowane papiery wartościowe², a każda inna giełda, jaka ewentualnie w Polsce powstanie w przyszłości, również będzie musiała spełniać wymogi związane z notowaniem zdematerializowanych papierów wartościowych (Dubowski 1994, s. 44–45; por. także Grabowski 1996 s. 45–50; Chłopecki 1995a, s. 12–25). Ze względu na niższe koszty obecnie emitowana jest w postaci elektronicznej zdecydowana większość takich papierów wartościowych, jak akcje czy obligacje na okaziciela. W formie fizycznie istniejących dokumentów emitowane są natomiast nadal zindywidualizowane papiery wartościowe, takie jak weksle. W formie materialnej często emitowane są również nadal imienne akcje lub obligacje, choć w ich przypadku możliwe jest wykorzystanie formy elektronicznej.

3. Zdematerializowane papiery wartościowe w prawie polskim – geneza i ewolucja

3.1. Reaktywacja polskiego rynku giełdowego i przyjęcie zasady dematerializacji publicznego obrotu

W Polsce wprowadzenie papierów wartościowych w formie elektronicznej wiąże się z odbudową systemu gospodarki rynkowej, w szczególności reaktywacją rynku giełdowego, opartego jednak na innych zasadach niż giełdy papierów wartościowych istniejące w Polsce w przeszłości. Pierwszą giełdą papierów warto-

² Oficjalne statystyki GPW, publikowane na stronie www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw, wskazują jednoznacznie na rosnącą rolę zdematerializowanych instrumentów finansowych w obrocie. Ich pełne przytoczenie zdecydowanie wykraczałoby poza ramy niniejszego opracowania, warto jednak tytułem przykładu wskazać, że o ile w 1991 r. kapitalizacja notowanych na GPW spółek – których akcje zostały zdematerializowane – wynosiła 161 mln zł, o tyle obecnie wynosi dla spółek polskich 648 977 mln zł i 719 132 mln zł dla spółek zagranicznych.

ściowych funkcjonującą na terenach polskich była giełda w Warszawie, otwarta 12 maja 1817 r. (Thiel 2010, s. 76; *Rynki, instrumenty...* 2008, s. 152). Na giełdzie tej przedmiotem obrotu były tradycyjne papiery wartościowe w postaci materialnie istniejących dokumentów – początkowo głównie weksle i obligacje, a w drugiej połowie XIX w. również na szerszą skalę – materialnie istniejące akcje (Thiel 2010, s. 76). W okresie dwudziestolecia międzywojennego na terenie Rzeczypospolitej Polskiej funkcjonowało kilka giełd papierów wartościowych – oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie (Thiel 2010, s. 76; *Rynki, instrumenty...* 2008, s. 152). W związku ze zmianą sytuacji społeczno-gospodarczej i wprowadzeniem systemu gospodarki centralnie planowanej podjęte po zakończeniu wojny próby reaktywacji w Polsce giełd papierów wartościowych zakończyły się niepowodzeniem (Thiel 2010, s. 76).

Wraz ze zmianą ustroju jednym z najpilniejszych zadań legislacyjnych stało się stworzenie podstaw prawnych funkcjonowania w Polsce rynku kapitałowego, odpowiadającego standardom obowiązującym w krajach rozwiniętych (Grabowski 1996, s. 9–10). Konieczna stała się rekonstrukcja publicznego rynku papierów wartościowych – zwłaszcza giełdy papierów wartościowych – jako najważniejszego elementu rynku kapitałowego (Mojak i Jakubek 1999, s. 3; Sopoćko 1993, s. 12). Publiczny rynek kapitałowy z jednej strony funkcjonować miał jako klasyczny rynkowy model alokacyjny, z drugiej był niezbędny dla przeprowadzenia procesów prywatyzacyjnych (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 5).

Prace przygotowawcze do uruchomienia giełdy papierów wartościowych w Polsce rozpoczęły się już jesienią 1989 r. (Mojak i Jakubek 1999, s. 5), ze względu jednak na konieczność opracowania odpowiednich regulacji prawnych jej reaktywowanie mogło nastąpić dopiero w 1991 r. (Kosikowski 1994, s. 325), po wejściu w życie POPW. Do tego czasu polski rynek kapitałowy rozwijał się w sposób spontaniczny jako nieuregulowany rynek pozagiełdowy (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 17).

Bezpośrednio na mocy ustawy (art. 68 POPW) stworzono Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, choć ustawa na wzór rozwiązań z okresu dwudziestolecia międzywojennego dopuszczała tworzenie kolejnych giełd papierów wartościowych (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998 s. 25). Tworząc zasady funkcjonowania GPW, oparto się na wzorach giełdy francuskiej w Lyonie (Mojak i Jakubek 1999, s. 5). Pierwsze notowanie papierów wartościowych (sesja) na GPW odbyło się 16 kwietnia 1991 r., stąd dzień ten uznaje się za datę faktycznego reaktywowania publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 18; Thiel 2010, s. 76; por. także *Rynki, instrumenty...* 2008, s. 153). Dla prowadzonych rozważań istotniejsze znaczenie ma jednak fakt,

że dzień ten oznacza początek powszechnego wykorzystania w obrocie kapitałowym papierów wartościowych w postaci elektronicznej³.

Tworząc założenia publicznego obrotu wytyczające kierunek rozwoju nie tylko polskiego rynku giełdowego, ale wręcz całego krajowego rynku kapitałowego, ustawodawca przyjął zasadę dematerializacji publicznego obrotu papierami wartościowymi. Oznaczała ona, że już od początku funkcjonowania GPW wszystkie prawa wynikające z papierów wartościowych będących przedmiotem publicznego obrotu zostały wprowadzone do zapisów urządzeń komputerowych, a ich przeniesienie na inną osobę nie wymagało wydania nabywcy materialnie istniejącego dokumentu takiego papieru wartościowego, lecz było jedynie odnotowywane poprzez dokonywaną za pomocą urządzeń komputerowych odpowiednią zmianę zapisów na rachunkach papierów wartościowych zbywcy i nabywcy (Dubowski 1994, s. 44; Buchacz 1994, s. 27). W rezultacie zbędne stało się również istnienie samych fizycznych form papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Zapis na rachunku papierów wartościowych w systemie informatycznym zaczął tym samym odgrywać w publicznym obrocie rolę tradycyjnego papieru wartościowego, istniejącego w formie fizycznej (Czerniawski 1994, s. 34; Thiel 2010, s. 11).

Przyjęcie przez ustawodawcę zasady dematerializacji publicznego obrotu miało decydujące znaczenie w procesie wprowadzenia w Polsce papierów wartościowych w postaci elektronicznej, gdyż logicznym krokiem była dematerializacja będących jego przedmiotem papierów wartościowych. Dematerializacja obrotu papierami wartościowymi i dematerializacja samych papierów wartościowych są zatem ściśle ze sobą powiązane.

Podkreślić należy, że choć dematerializacja papierów wartościowych będących przedmiotem publicznego obrotu początkowo nie była dematerializacją pełną, to sam publiczny obrót papierami wartościowymi został już na mocy przepisów POPW w pełni zdematerializowany (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 27; por. także Grabowski 1996, s. 46–50; Chłopecki 1995a, s. 12–25; Dubowski 1994, s. 44–45). Przeniesienie papierów wartościowych będących przedmiotem publicznego obrotu znajdowało swoje odzwierciedlenie jedynie w zmianie zapisów komputerowych na rachunkach papierów wartościowych ich zbywcy i nabywcy, a zatem miało wyłącznie charakter elektroniczny.

Przyjęcie koncepcji dematerializacji zarówno samego publicznego obrotu, jak i dopuszczonych do tego obrotu papierów wartościowych oznaczało konieczność stworzenia odpowiedniego systemu ewidencji takich zdematerializowanych papierów wartościowych, zapewniającego płynność publicznego obrotu

³ Postępująca dematerializacja w połączeniu z dynamicznym rozwojem charakteryzowała w tym okresie również rynki kapitałowe innych państw systemu gospodarki wolnorynkowej, zwłaszcza państw skandynawskich – por. przykładowo (Małecki 1989).

oraz bezpieczeństwo zawieranych transakcji. Stworzono zatem dwupoziomowy system ewidencji papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 27). W przyjętym na gruncie POPW systemie ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych rejestracja papierów wartościowych danego emitenta i prowadzenie ich zapisów odbywały się na tzw. kontach depozytowych, które mogły być otwierane przez specjalnie w tym celu powołany podmiot – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (dalej: KDPW) jedynie dla uprawnionych podmiotów wymienionych w ustawie, tzw. uczestników KDPW (Thiel 2010, s. 11). Konta depozytowe stanowiły w istocie zbiorcze rachunki poszczególnych uczestników, którzy z kolei prowadzili rejestrację zdematerializowanych papierów wartościowych na rachunkach inwestycyjnych, czyli indywidualnych rachunkach swoich klientów (Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 27).

Zarówno przyjęty pod rządami POPW system podwójnej ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych, jak i instytucja KDPW utrzymane zostały także po uchynieniu tej ustawy i wejściu w życie 4 stycznia 1998 r. Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (dalej: PPW). Regulacje dotyczące KDPW zawarte zostały w art. 124–146a PPW, a wśród zadań KDPW, wymienionych w art. 126 PPW, jako podstawowe utrzymane zostały rejestracja papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu i rozliczanie zawieranych na publicznym rynku transakcji (zob. Świdarska-Iwicka, s. 26–28; Mojak i Jakubek 1999, s. 55–70; Grabowski 1996, s. 77–87; Czerniawski i Wierzbowski 2000, s. 334 i nast.). Również późniejsze zmiany stanu prawnego, w szczególności zastąpienie PPW w dniu 22 października 2005 r. UOF, nie spowodowały odstąpienia od podstawowych zasad przyjętych na początku lat 90. – zasady dematerializacji publicznego obrotu (choć z samego pojęcia publicznego obrotu ustawodawca, jak już zaznaczono, zrezygnował) i zasady dematerializacji papierów wartościowych w nim uczestniczących, rejestrowanych jedynie w postaci elektronicznej w ramach podwójnego systemu ewidencji.

3.2. Dematerializacja papierów wartościowych

Podkreślić należy, że pomimo przyjęcia przez ustawodawcę w przepisach POPW zasady dematerializacji publicznego obrotu dematerializacja dopuszczonych do publicznego obrotu papierów wartościowych była raczej zjawiskiem faktycznym, nieposiadającym wówczas wyraźnej podstawy prawnej w przepisach ustawy (Grabowski 1996, s. 45–49), lecz wynikającym w większej mierze z praktyki obrotu i aktów wewnętrznych GPW. Poszczególne papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu funkcjonowały wprawdzie na indywidualnych rachunkach inwestycyjnych wyłącznie jako zapisy elektroniczne, niemniej

istniał fizyczny odpowiednik akcji i obligacji każdej serii. Był nim dokument złożony w KDPW, określany jako odcinek zbiorowy. Ze względu na istnienie odcinka zbiorowego – jako materialnego dokumentu – dematerializacja papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu pod rządami POPW nie była jeszcze z formalnego punktu widzenia dematerializacją pełną. Sytuację tę określano niekiedy w literaturze przedmiotu jako dematerializację częściową (Szpunar 1993, s. 14), choć jednocześnie wskazywano, że realnie istniejącym systemem był system zdematerializowanych papierów wartościowych, a odcinek zbiorowy odgrywał jedynie symboliczną rolę (Chłopecki 1995b, s. 22). Za uzasadnione można zatem uznać twierdzenie, że w czasie obowiązywania POPW papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu pomimo istnienia złożonego w KDPW odcinka zbiorowego były *de facto* papierami wartościowymi niematerialnymi (Świdarska-Iwicka 1995, s. 26) funkcjonującymi w obrocie jedynie w postaci elektronicznej.

Nabywca takich papierów wartościowych nie mógł żądać wydania mu materialnie istniejących dokumentów dopuszczonych do publicznego obrotu akcji czy obligacji, lecz jedynie wystawianego mu przez dom maklerski prowadzący jego rachunek papierów wartościowych tzw. imiennego świadectwa depozytowego (Mojak i Jakubek 1999, s. 7), będącego znakiem legitymacyjnym potwierdzającym fakt zapisania na danym rachunku określonych papierów wartościowych (Mojak i Opolski 1991, s. 52; Pietrzak, Dzierżanowski i Sowiński 1998, s. 27). Imienne świadectwo depozytowe samo w sobie nie inkorporowało jednak żadnych praw (Szumański 1995, s. 54; Wiśniewski 1993, s. 157), a jego przeniesienie na inną osobę nie powodowało przeniesienia papierów wartościowych wymienionych w treści świadectwa.

Zasada dematerializacji papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu zyskała moc zasady prawnej na gruncie PPW, której art. 7 ust. 1 stanowił, że: „papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu nie mają formy dokumentu”, co jednoznacznie przesądzało o ich całkowitej dematerializacji nie tylko *de facto*, ale również *de iure*. Ustawodawca zrezygnował również z wymogu składania w KDPW przez emitenta zdematerializowanych papierów wartościowych odcinka zbiorowego. Zgodnie z przepisami PPW nie było już zatem jakiegokolwiek materialnego dokumentu papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu (Czerniawski i Wierzbowski 2000, s. 60–61; Michalski 2000, s. 10; Romanowski 1998, s. 11). Poprzez likwidację odcinka zbiorowego częściowa dematerializacja stała się dematerializacją pełną.

W kontekście prowadzonych dalej rozważań na temat relacji pojęcia papieru wartościowego i pojęcia instrumentu finansowego w obecnym stanie prawnym warto zwrócić uwagę, że przepis art. 3 PPW rozszerzał pojęcie papieru wartościowego w rozumieniu ustawy na instrumenty finansowe, które w tradycyjnym

rozumieniu prawa cywilnego papierami wartościowymi bez wątpienia nie były. Spośród wymienionych w nim instrumentów finansowych do papierów wartościowych w klasycznym rozumieniu prawa cywilnego można było zaliczyć jedynie papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu wymienione w art. 3 ust. 1 PPW, a więc akcje, obligacje, prawa do akcji, kwity depozytowe, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego. Za papiery wartościowe w rozumieniu prawa cywilnego nie można było natomiast uznać różnego rodzaju zbywalnych praw majątkowych i praw pochodnych wymienionych w art. 3 ust. 2–4 PPW, ale były one uznawane za papiery wartościowe na gruncie publicznego obrotu.

Rozwiązanie takie, pod rządami PPW, wobec trwającego wtedy procesu formowania polskiego rynku kapitałowego miało pewne uzasadnienie, zarazem jednak wprowadzało zamęt terminologiczny, co prowokowało wręcz twierdzenia, że używanie pojęcia papierów wartościowych do tego, co jest przedmiotem publicznego obrotu, miało charakter wyłącznie symboliczny (Czerniawski i Wierzbowski 2000, s. 28). Pozytywnie należy zatem ocenić przyjęte w obowiązujących aktualnie przepisach UOF rozwiązanie polegające na utworzeniu na potrzeby obrotu finansowego szerszej kategorii prawnej – instrumentów finansowych, których jeden z rodzajów stanowią zdematerializowane papiery wartościowe.

4. Zdematerializowane papiery wartościowe jako rodzaj instrumentów finansowych

Na gruncie UOF utrzymana została utrwalona już w okresie obowiązywania PPW zasada dematerializacji papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na publicznym rynku kapitałowym. Wyraża ją art. 5 ust. 1 UOF, zgodnie z którym papiery wartościowe:

- 1) będące przedmiotem oferty publicznej lub
- 2) dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub
- 3) wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, lub
- 4) emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski

nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja)⁴. Ponadto zgodnie z art. 5 ust. 2 UOF

⁴ Zgodnie z art. 7 ust. 1 UOF prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku.

papiery wartościowe mogą nie mieć formy dokumentu również w przypadku, gdy przewidują to odrębne przepisy dotyczące emisji tych papierów.

W związku z rezygnacją przez ustawodawcę ze stosowania w przepisach UOF funkcjonującego zarówno na gruncie POPW, jak i PPW pojęcia publicznego obrotu zróżnicowaniu uległy wskazane w wyżej przywołanym przepisie kryteria dematerializacji papierów wartościowych, przy czym co do zasady dematerializacja następuje, gdy zaistnieje choć jedno z nich.

Po pierwsze, dematerializacji podlegają papiery wartościowe stanowiące przedmiot oferty publicznej. Przepisy UOF nie definiują przy tym oferty publicznej, odwołując się w tym zakresie do przepisów zawartych w Ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: UOP). Zgodnie z art. 3 ust. 1 UOP ofertą publiczną jest udostępnianie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Nie stanowi jednak oferty publicznej akcji zgodnie z art. 3 ust. 3 UOP udostępnianie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o tych akcjach, umożliwiających podjęcie decyzji o ich nabyciu lub objęciu, w ramach realizacji uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych, chyba że te inne papiery wartościowe nie były przedmiotem oferty publicznej.

Drugą z przesłanek dematerializacji papierów wartościowych stanowi fakt, że papiery te zostają dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Zgodnie z art. 14 ust. 1 pkt 1 UOF rynkiem regulowanym jest działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Trzecią z przesłanek dematerializacji papierów wartościowych stanowi ich wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu. Zgodnie z art. 3 pkt 2 UOF przez alternatywny system obrotu rozumie się organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu zgodnie z określonymi zasadami: alternatywnego systemu obrotu nie stanowi rynek organizowany przez NBP, jak również organy publiczne, którym powie-

rzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu.

Czwarta przesłanka dematerializacji papierów wartościowych została oparta na kryterium podmiotowym – dematerializacji podlegają papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.

Dematerializacja papierów wartościowych jest co do zasady obligatoryjna, gdy spełniona jest choć jedna z wyżej wymienionych przesłanek. Wyjątek od tej reguły przewiduje art. 5 ust. 3 UOF, stanowiąc, że papiery wartościowe:

1) będące przedmiotem oferty publicznej, które nie będą podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym, albo

2) wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu mogą nie podlegać dematerializacji, jeżeli postanowi tak emitent tych papierów wartościowych.

Papiery wartościowe mogą zostać zarówno wyemitowane pierwotnie w formie materialnie istniejącego dokumentu, a dopiero następnie zdematerializowane poprzez ich złożenie w depozycie (dematerializacja wtórna), jak i zostać już wyemitowane w formie elektronicznej (dematerializacja pierwotna), nie posiadając nigdy formy materialnego dokumentu (Romanowski 2010, s. 113).

Jak już zaznaczono, na współczesnych rynkach finansowych obrót papierami wartościowymi stanowi w istocie jedynie fragment takiego rynku. Zasadniczą rolę odgrywają zróżnicowane prawa majątkowe, głównie tzw. instrumenty pochodne, o wartości uzależnionej od wartości określonych dóbr lub wskaźników, czyli tzw. instrumentów bazowych (por. Tereszkievicz 2016, s. 752 i nast.), które nie są papierami wartościowymi w rozumieniu nauki prawa. Również na polskim rynku, w tym na rynku giełdowym, rola papierów wartościowych – początkowo dominująca – stopniowo malała, w miarę jak do obrotu na nim wprowadzane były kolejne rodzaje praw majątkowych będących przedmiotem obrotu na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Zmiany te zostały uwzględnione w terminologii zastosowanej przez ustawodawcę w przepisach obecnie obowiązującej UOF. O ile w wyżej przywołanym przepisie art. 3 PPW ustawodawca posługiwał się – jako podstawowym – pojęciem papierów wartościowych, w ramach którego w rozumieniu ustawy mieściły się również inne prawa majątkowe, o tyle w przepisach UOF ustawodawca wprowadził pojęcie instrumentów finansowych, obejmujących zarówno papiery wartościowe, jak i inne będące przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym prawa majątkowe niebędące papierami wartościowymi (Kudła 2009, s. 12). W przepisie art. 2 ust. 1 UOF, określającym, co uznawane jest za instrumenty finansowe w rozumieniu ustawy, wymieniono w punkcie pierwszym papiery wartościowe, natomiast w punkcie drugim – szereg instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, w szczególności różnego rodzaju opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward i inne instrumenty

pochodne. Należy również zwrócić uwagę, że zakres pojęcia papieru wartościowego jako instrumentu finansowego jest w rozumieniu UOF szerszy niż w ujęciu tradycyjnym, funkcjonującym w nauce prawa cywilnego. Zgodnie z art. 3 pkt 1 UOF obejmuje on bowiem nie tylko akcje, obligacje, kwity depozytowe, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne i inne zbywalne papiery wartościowe, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, ale również prawa poboru, prawa do akcji i prawa pochodne, które nie mieszczą się w zakresie klasycznego pojęcia papierów wartościowych. Świadczy to o tym, że ustawodawca – przynajmniej na potrzeby regulacji obrotu instrumentami finansowymi – odchodzi od klasycznego rozumienia papierów wartościowych, czyniąc z nich jedynie jedną z grup instrumentów finansowych, do której zaliczane są zarówno instrumenty uznawane w nauce prawa za papiery wartościowe, jak i takie, które w doktrynie prawa nie są do nich zaliczane (por. także Zoll 2016, s. 107 i nast.).

Podkreślić przy tym należy, że na rynku kapitałowym zarówno papiery wartościowe, jak i prawa majątkowe niebędące papierami wartościowymi występują jedynie w postaci elektronicznej. Zdematerializowane papiery wartościowe na gruncie UOF stały się zatem tylko jednym z rodzajów zdematerializowanych instrumentów finansowych.

5. Podsumowanie

W związku z ciągłym rozwojem nowych technologii, a także wymogami współczesnych rynków finansowych, w szczególności stale zwiększającym się tempem obrotu instrumentami finansowymi (w tym papierami wartościowymi) i jego globalizacją, rola papierów wartościowych istniejących jedynie w postaci elektronicznej będzie ulegała ciągłemu zwiększeniu. Już obecnie na rynkach finansowych jest ona niepomiaralnie większa niż tradycyjnych papierów wartościowych w formie fizycznie istniejącego dokumentu. Zdematerializowane papiery wartościowe mają zapewnione trwałe miejsce w polskim systemie prawnym, choć ich istnienie stanowi pozorne zaprzeczenie głównego celu, dla którego w przeszłości papiery wartościowe powstały. Jak już zaznaczono, ich pierwotną funkcją było (w pewnym uproszczeniu) zmaterializowanie tego, co niematerialne poprzez inkorporację w fizycznie istniejącym dokumencie jakiegoś prawa majątkowego, prowadzące do ułatwienia i przyspieszenia obrotu tym prawem. Po stuleciach funkcjonowania papierów wartościowych w formie materialnej rozwój technologii informatycznych umożliwił z kolei ich dematerializację przy zachowaniu bezpieczeństwa uczestników obrotu, prowadząc do dalszego ułatwienia i przyspieszenia obrotu papierami wartościowymi, a także jego umasowienia na niespotykaną

wcześniej skalę. Zarazem jednak postępuje marginalizacja papierów wartościowych na światowych rynkach finansowych – dominującą rolę w obrocie zaczynają odgrywać instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, która to tendencja podobnie jak na rozwiniętych rynkach finansowych ulega pogłębieniu także na rynku polskim. Zarówno praktyka obrotu, jak i regulacje prawne wykazują przy tym dużą zmienność spowodowaną w znacznej mierze trwającym postępem technologicznym, który przykładowo umożliwił składanie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych przez Internet i wprowadzenie na rynku giełdowym notowań ciągłych. W odpowiedzi na zmieniające się preferencje inwestorów powstaje wiele niestandardowych instrumentów finansowych określanych jako nowoczesne (*alternative*), w odróżnieniu od utrwalonych już w obrocie instrumentów tradycyjnych (*traditional*), opartych na klasycznym podejściu do inwestycji finansowych (zob. *Private asset...* 2009, s. 9 i nast.). Nowoczesne instrumenty finansowe okazały się wprawdzie w czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego inwestycjami wyjątkowo ryzykownymi, niemniej zaangażowanie w nich inwestorów – w tym banków – wyraźnie wzrasta (por. Pyka 2012, s. 8–9).

Biorąc pod uwagę już widoczne tendencje, autor artykułu chciałby pokusić się o określenie pewnych kierunków dalszych zmian, które mogą nastąpić w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych.

Po pierwsze, wskazać należy, że zalety papierów wartościowych istniejących jedynie w postaci elektronicznej w porównaniu z papierami wartościowymi mającymi formę materialnie istniejącego dokumentu spowodowały rozpowszechnienie tych pierwszych również poza obrotem giełdowym. W przypadku papierów wartościowych emitowanych w serii, takich jak akcje i obligacje, niezdematerializowane papiery wartościowe stają się rzadkością również wówczas, gdy nie mają zostać wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Można oczekiwać, że w stosunkowo niedługim czasie wszystkie akcje i obligacje będą w praktyce istniały wyłącznie w postaci elektronicznej. Także w przypadku papierów wartościowych wciąż jeszcze emitowanych w formie materialnej, w szczególności weksli, poziom rozwoju nowych technologii umożliwiłaby ich emitowanie w postaci elektronicznej. Wymagałoby to jedynie woli ustawodawcy wyrażonej poprzez odpowiednią zmianę obowiązujących przepisów, umożliwiającą emisję w postaci elektronicznej wszelkich papierów wartościowych. Jeżeli zmiana taka nastąpi, to niewykluczone, że jeszcze przez pewien czas papiery wartościowe materialne i zdematerializowane będą współistnieć (Romanowski 2010, s. 5), lecz z czasem dojdzie do całkowitego wyparcia tradycyjnych, materialnie istniejących papierów wartościowych przez papiery wartościowe zdematerializowane.

Po drugie, przywołany wyżej przepis art. 3 pkt 1 UOF wskazuje, że nie tylko w praktyce obrotu, ale również w przepisach prawa następuje stopniowe zacie-

ranie różnic pomiędzy zdematerializowanymi papierami wartościowymi a innymi instrumentami finansowymi istniejącymi w postaci elektronicznej. Autor artykułu podziela stanowisko, że tradycyjna konstrukcja papieru wartościowego odchodzi do przeszłości (Zoll 2004, s. 4), choć nie brak głosów uznających takie twierdzenie za przedwczesne (Romanowski 2010, s. 5). W dalszej perspektywie może to doprowadzić do całkowitego wyeliminowania pojęcia papieru wartościowego na rzecz szerszego pojęcia instrumentu finansowego.

Po trzecie, nie można wykluczyć, że dalszy rozwój technologii informatycznych doprowadzi do wypracowania nowych metod bezpiecznego obrotu zdematerializowanymi instrumentami finansowymi, prowadzonego bezpośrednio pomiędzy zainteresowanymi stronami wyłącznie za pośrednictwem portali internetowych – na wzór już istniejących portali organizujących i koordynujących obrót różnorodnymi dobrami majątkowymi, zarówno materialnymi, jak i niematerialnymi, a także tzw. kryptowalutami (określanymi również jako monety wirtualne), jak np. bitcoiny (por. Gostomski 2015, s. 321 i nast.; Lochmaier 2014, s. 64 i nast.). Warto zauważyć, że obecnie coraz większą rolę na rozwiniętych rynkach finansowych odgrywają, przewidziane również w przepisach UOF, alternatywne systemy obrotu, zwłaszcza tzw. wielostronne platformy obrotu, czyli wielostronne systemy obsługiwane przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, kojarzące transakcje strony trzeciej dotyczące kupna i sprzedaży instrumentów finansowych (Kopyściański 2014, s. 620). W dalszej perspektywie tendencja ta może doprowadzić do całkowitej przebudowy systemu obrotu na rynku finansowym poprzez wyeliminowanie giełd papierów wartościowych i domów maklerskich w obecnej formie.

Literatura

- Buchacz J. (1994), *Zasady funkcjonowania giełdy*, Ośrodek Szkolenia i Doradztwa „TUR”, Jaktorów.
- Chłopecki A. (1995a), *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 8.
- Chłopecki A. (1995b), *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (II)*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 9.
- Czachórski W. (1995), *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa.
- Czerniawski R. (1994), *Rachunek inwestycyjny*, „Przegląd Podatkowy”, nr 6.
- Czerniawski R., Wierzbowski M. (2000), *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Dmowski A., Prokopowicz D. (2010), *Rynki finansowe*, Difin, Warszawa.
- Dubowski P. (1994), *Publiczny obrót papierami wartościowymi*, „Rejent”, nr 6.
- Dziuba D.T. (2004), *Borsa Tradizionale contra Elettronico*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa.

- Gostomski E. (2015), *Bitcoin – od sukcesu do kryzysu wirtualnej monety*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, nr 39.
- Grabowski J. (1996), *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa.
- Grzybowski S. (1976), *Papiery wartościowe (w:) System prawa cywilnego*, t. III, cz. 2: *Prawo zobowiązań. Część szczegółowa*, red. S. Grzybowski, Ossolineum, Wrocław.
- Kopyściański M. (2014), *Alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi w dyrektywie 2004/39/WE (w:) Instytucje prawnofinansowe w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. W. Miemieć, K. Sawicka, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Kosikowski C. (1994), *Prawo gospodarcze publiczne*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa.
- Kudła J. (2009), *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Lochmaier L. (2014), *Bitcoins: Zwischen Spekulationsblase und Hype*, „Die Bank”, nr 3.
- Małeckki W. (1989), *Rynki finansowe w Szwecji*, Instytut Finansów, Warszawa.
- Michalski M. (2000), *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu*, „Prawo Spółek”, nr 1.
- Mojak J. (1995), *Prawo papierów wartościowych*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin.
- Mojak J., Jakubek M. (1999), *Prawo giełdowe. Papiery wartościowe. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*, wyd. 4 zm., Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin.
- Mojak J., Opolski D.M. (1991), *Publiczny obrót papierami wartościowymi (analiza pojęcia)*, „Państwo i Prawo”, nr 12.
- Pietrzak E., Dzierżanowski M., Sowiński T. (1998), *Rynek kapitałowy w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego. Okres 1989–1997*, „Transformacja Gospodarki”, nr 90.
- Piórkarczyk R. (2013), *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe* (2009), red. K. Gabryelczyk, C.H. Beck, Warszawa.
- Przychocka I. (2010), *Bankowość elektroniczna w Polsce (w:) Rynki finansowe wczoraj, dziś, jutro*, red. J. Sikorski, E. Tokajuk, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- Pyka I. (2012), *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa.
- Raiffeld B.T, Kaira Z. (2016), *Innovation Instruments of Financial Market: Features and Trends of Mutual Funds*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, nr 47.
- Romanowski M. (1998), *Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 5.
- Romanowski M. (2010), *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych (w:) System Prawa Prywatnego*, t. 18: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, wyd. 2, C.H. Beck, Warszawa
- Rynki, instrumenty i instytucje finansowe* (2008), red. J. Czekał, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sopoćko A. (1993), *Giełda Papierów Wartościowych*, AWiM Media Bank, Warszawa.

- Szpunar A. (1993), *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo”, nr 11–12.
- Szumański A. (1995), *Akcje (w:) Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwa IPSiIZ, Kraków.
- Świdorska-Iwicka M. (1995), *Depozyt papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 9.
- Tereszkiewicz P., *Instrumenty pochodne (w:) System Prawa Handlowego*, t. 4: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, C.H. Beck, Warszawa.
- Thiel S. (2010), *Rynek kapitałowy i terminowy*, wyd. 2 zaktual., Komisja Nadzoru Finansowego CEDUR, Warszawa.
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, t.j. Dz.U. 1994, nr 58, poz. 239, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, t.j. Dz.U. 2005, nr 111, poz. 937, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. 2016, poz. 1636, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz.U. 2016, poz. 1639, z późn. zm.
- Wiśniewski A. (1993), *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny*, t. 3: *Spółka akcyjna*, Twigger, Warszawa.
- Zoll F. (2004), *Część ogólna (w:) Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, C.H. Beck, Warszawa.
- Zoll F. (2016), *Papiery wartościowe jako kategoria instrumentów finansowych (w:) System Prawa Handlowego*, t. 4: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, C.H. Beck, Warszawa.

From Classic Securities to Dematerialised Financial Instruments – Evolution and Perspective

(Abstract)

Focusing mainly on historical issues, the article presents the process by which securities admitted to public trading in the 1990s (with the total dematerialisation of public trade) led to fully dematerialised securities, which are one of the types of financial instruments sold on the regulated market. The author also identifies trends he believes could lead to the full dematerialisation of all types of securities, the abandonment of the notion of securities as a financial instrument, and the sale of such dematerialised financial instruments directly between interested parties via web portals, bypassing stock exchanges and brokerage houses.

Keywords: securities, financial instruments, financial market, dematerialisation of securities.